

A 股市场实行 T+0 交易的可行性分析

厦门大学经济学院 韩乾^{*}

1. 学界研究

张艳磊、秦芳、吴昱和张睿在 2014 年《金融研究》上发表的《股票市场需要恢复 T+0 交易吗?》一文,研究了 2001 年 12 月 1 日我国 B 股交易规则由 T+0 改为 T+1 对股票流动性、波动性和定价效率的影响。一般来讲,要在实证上甄别政策带来的因果关系比较困难,但作者巧妙地选取了同一个上市公司发行的 A 股和 B 股,计算它们在流动性、波动性和定价效率等方面的差异于 B 股交易规则调整前后发生的变化,通过这些差异的变化(学术上称为“倍差法”)来考察规则调整带来的影响。作者发现:改为 T+1 规则后,一方面降低了股票波动率和买卖价差;另一方面减少了交易量,降低了价格有效性。

上文的四位作者中的两位——秦芳和吴昱,在 2015 年 *Emerging Markets Finance and Trade* 上发表了与上文类似的文章,但是结论有所出入。作者发现:改为 T+1 规则后,股票的波动率增加,买卖价差扩大(意味着交易成本提高);同时交易量下降,价格有效性也有所下降。

边江泽和宿铁在 2010 年《金融研究》上发表的《“T+1”交易制度和中国权证市场溢价》一文,通过比较股票与基于股票的权证价格之间的关系,推断“T+1”交易制度的影响。由于当时股票实行的是 T+1,而所对应的权证是 T+0,因此作者从权证价格中倒推出隐含的股票价格,然后将此价格与真实的股票价格进行对比,作者认为这个价格差异反映的就是 T+0 和 T+1 交易制度的不同影响。文章发现,相比较而言,实行 T+1 的股票市场深度更低,流动性更差,因此价格上具有流动性折价。作者推断,如果我国股票市场交易改成 T+0,那就将会提高股票市场的流动性,同时股价也会上升。

Guo, Li & Tu 2012 年在 *Journal of Banking and Finance* 上发表了题为《A Unique “T+1” Trading Rule in China: Theory & Evidence》的文章,文中提出 T+1 交易制度降低了股票交易量,抑制了波动率,在投资者明显追逐趋势的市场状态下会提高趋势交易者的福利,即助长游资炒作。

以上实证研究的结果表明:由 T+1 改为 T+0 交易制度后,市场交易活跃度将有所提高,交易量增加,市场定价效率会得到一定提升,但日内波动率可能会提高。需要指出的是:虽然 T+1 看起来可能会降低日内的波动,但实际上它只是将价格的波动拖延到了第二天甚至第三天,而并没有及时释放和反映信息,真正降低价格的波动。

2. 境外经验

^{*} 作者获美国康奈尔大学应用金融博士学位,现为厦门大学经济学院、王亚南经济研究院教授。作者电子邮箱:wise.hanqian@gmail.com。

世界上大多数股票市场实行 T+0 交易制度,只有极少数,比如越南,实行 T+3 的交易规则。成熟市场中,以美国为例,日内回转交易量在 2010 年以前大约占日总成交量的 15% 左右,但近年来随着美国程序化交易和高频交易的普及(在股票市场上的成交量占比超过 60%),可以预期目前美国日内回转交易量的占比会远远高于 15%。有美国学者研究发现,日内回转交易是日内波动的重要来源。那么,美国市场中的波动率到底有多大呢?

据统计,美国市场的日内波动率较大,每一周内至少有一天的上下振幅超过 1%,每一个月内至少有一个天的上下振幅超过 2%。但是美国市场的日度波动率却并不高,年化大约 16% 左右;而我国的日度波动率大概是 34%,是美国市场波动的两倍多。因此,从这些统计数字来看,实行 T+0 可能会导致日内的波动增加,因为买方现在有了当日卖出的权力,信息能够相对充分地反映在价格中,所以价格上下振动幅度加大。但是在信息得到充分博弈和释放之后,日度的波动率却很有可能保持在不高的水平上,正如美国市场的例子一样。

假如推行 T+0 交易的话,可以借鉴欧美、日本和台湾等市场的做法,采取逐步试点的谨慎策略——比如在一开始只允许当天卖出一次,慢慢等条件允许后再测试当天卖出两次、三次,所以风险是可控的,不需要特别担心实行 T+0 会带来的日内波动增加的问题。

3. 对投资者的影响

首先是对机构投资者的影响。我国股票市场上相当一部分私募基金从事阿尔法策略,收益率可以达到 50% 以上,相比之下美国的对冲基金阿尔法策略只能获得 4% 左右的收益。为什么会有这么大的差异呢?其中一个重要原因是我国市场采取 T+1 的交易规则。由于投资者当日买入的股票必须持仓至少等到次日才能卖出,所以风格因子的时滞性比较强,行业轮动和板块轮动的切换频率比较慢,这就给机构赚取阿尔法超额收益带来了很大的机会和空间。可以预期,如果改成 T+0,将提高风格切换的频率,加快消除因子的时滞,不利于从事阿尔法投资策略的私募基金,整个行业的收益率将大受影响。

市场上还有一部分机构投资者是知情交易者。所谓知情交易者是指那些拥有基本面相关信息的投资者,这部分交易者的存在对于市场效率至关重要,因为只有它们才能促进基本面信息准确、迅速地融入到价格中去,使股票价格真正反映企业的真实状况,发挥资本市场对资金的引导和配置作用。知情交易者中既包括专注于对企业价值进行全面分析和判断的价值投资者,也包括专门搜集和捕捉基本面信息的交易者,和对市场资产之间的相对价值具有判断的套利者等等。市场上的其他交易者在学术上统称为“噪音交易者”。

由于知情交易者通过努力、花费时间所形成的信息优势,总体上它们必须是净赢利的,否则知情交易者就会退出市场。但是每一笔具体交易总是零和的,所以知情交易者的赢利就是噪音交易者的亏损。(注意:噪音交易者的亏损不等于“割韭菜”,噪音交易者参与市场交易有它自己的目的,除了赢利以外,套期保值者还有利用金融市场进行风险管理的需求,纯投资者还有将资金跨时间转移的需求,这些需求在有效率的市場里都不是免费的,它们面对知情交易者的亏损就是满足这些需求所必须付出的成本)。因此,鼓励噪音交易者参与市场交易,就是鼓励知情交易者参与交易,就有利于定价效率的提升。

如果改为 T+0,如前面所述,市场流动性将有所提高,交易的活跃度也会得到提升;

噪音交易者这个群体的增加和活跃,将有利于进一步培养包括价值投资者在内的知情交易者生存的土壤,从而促进科创板市场定价效率的提高。

其次是对个人投资者的影响。个人投资者的天敌是游资。我国股票市场上的游资炒作为什么猖獗、且屡禁不止?一个重要原因是股票的 T+1 交易制度。游资炒作的惯用手段是制造虚假信息,或者通过具有迷惑性的报单手段,来吸引散户跟风买入。由于现行交易制度下,散户买入之后不能当天卖出,所以散户买入的股票就成了游资手中的筹码。当筹码累积到一定程度,结合涨停板制度,游资就可以连拉涨停,对市场秩序和定价效率造成极大的破坏。

如果股票交易改成 T+0,散户跟风买入之后有当日随时卖出的权利,那么游资操纵拉涨停的成本将大大提高。这一点从游资通常偏好操纵小市值股票可以得到验证。散户在小市值股票上一般没有持仓,所以一旦被游资忽悠买入之后就只能被动持有,成为游资操纵价格的“胁从犯”。但是对于大市值股票,散户一般都有预先的仓位,当游资试图炒作大市值股票的时候,散户可以随时卖出手中的股票,从而有效降低游资操纵成功的概率。

另外,实行 T+0 规则对个人投资者是一种保护。设想一下,如果投资者在当日涨停板买入,随后价格下行到跌停板,而投资者在这个过程中无法及时卖出手中股票,那么他将面临一天内损失 20% 的风险。如果我国投资者有风险对冲的工具——比如个股期权或者容易融券,那么这样的风险尚属可控。但现实情况是,要么这些工具还没有问世,要么绝大部分个人投资者从市场上融不到券。所以,在 T+1 的交易环境下,投资者面临的市场价格风险非常大。这个问题不解决,市场活跃度将受到极大限制。

4. 有无风险?

交易规则的改变势必涉及到有关交易系统的调整。从券商的角度看,从 T+1 改为 T+0 并没有技术障碍。券商的现有风控柜台系统里,已经有 T+1 和日内回转两个选项,届时只需要在参数间进行适当配置即可。

从结算的角度看,改为 T+0 也没有大的障碍。因为我国目前股票的交割和清结算已经是 T+0 了(资金交割和清结算是 T+1,美国现在是 T+2),所以股票交易改为 T+0 具备一定的技术基础。

从交易过程的角度看,我国监管技术的日趋成熟和独具特色的“穿透式”监管方式,已经具备对市场操纵和幌骗等行为的监控和查处能力。这些监管方面的改善,无疑为改为 T+0 交易提供了坚实的安全保障。

5. 其他提高市场定价效率的措施

发展股票市场的根本目的是为优质企业提供资金支持。那么对于劣质企业呢?市场应该具有惩罚的自发手段。只有这样,市场才能发挥正确的定价功能,起到资金配置到实体经济的信号和指挥棒作用。惩罚劣质企业仅仅依靠行政手段是远远不够的,还要更多地依靠市场自身的力量。

市场惩罚就必须发展双向交易机制。在短期内,在我国缺乏个股期货和个股期权等风

险对冲工具的情况下，个股的融券业务就成了市场唯一的惩罚劣质企业的工具。但是我国的融券业务长期规模较小，与融资相比甚至可以忽略不计。究其原因，主要是因为券商的券源不足，不稳定，而且券商使用股指期货进行对冲的成本太高，所以券商没有动机养券，造成投资者在明知某些上市企业很差的情况下也无法对其进行惩罚。

解决融券难的关键在于扩大转融通业务。目前转融通业务规模也远远低于市场的实际需求，主要原因在于券源渠道狭窄和费用过高。券商从证金公司借券，费用在 4% 左右，而融券利息收入在 8%，所以券商在融券方面的净收入只有 4%，低于同期理财产品的收益，这就大大抑制了券商借券的动机。因此建议证金公司从养老基金、社保基金和保险机构等长期投资者手中借券，扩大券源范围，同时大幅降低转融通费用，这样才能促进转融通业务的发展，进而提高市场定价效率。

从更系统的角度看，提升市场定价效率需要从整体上完善我国的金融市场微结构，包括提高行情发布的频率、加强市场流动性管理、推行股票做市商制度等等。成熟市场上的股票行情发布频率早已经实现了实时发布，而我国股票市场上交所仍然停留在 3 秒一次的低频率。行情发布频率的提高，有助于降低投资者之间的信息不对称，提高交易的透明度，提升成交意愿。在流动性管理上，应该通过政策引导和鼓励投资者多进行增加流动性的交易，对抽取流动性的交易收取相应的费用。做市商的存在有助于保证和提高市场流动性，有利于定价效率的提高。